

【 視 点 】

国債論議と不動産投資

土地総合研究所
専務理事
櫻井知能

国債については、30兆円枠等国の財政改革と関連づけた議論が多いが、高田、住友両氏の『国債暴落』中公新書ラクレによると、いわゆるエマージング諸国が国内民間赤字、財政も赤字、経常収支も大幅赤字で過剰投資の状態にあったのに対し、我が国は投資不足、資金過剰の状態にあり、IMF等がそれらの諸国のカントリーリスクを評価するとき用いる尺度をそのまま適用することには問題があるようだ。また、国債暴落の懸念材料とされている国債の需給問題、国債という商品への不安、投資サイドがリスクをとれるのかという問題等個別の要因を逐一検討してみるとそうしたことは当面起きにくいのではないかという結論になるようだ。現在の超低金利（国債のバブル）は、残念ながら日本の企業が生み出す低収益環境の裏返しであって、両氏のいう「適正で持続可能な水準」、「実力の水準」にあるというわけである。

ところで、両氏は金融機関で国債等の債券取引を担当されており、国債問題を一貫して金融機関の資金運用対象として考察している。そうした立場から、国債残高が積み上がったのは、景気後退に対応して需要対策を行ったからだというよりも、大幅な資産市場の拡大（バブル）、その後の急激な調整（資産デフレ）によるバランスシート調整の進展が金融機関の負担として顕在化し、負担しきれない部分が金融システム対策として財政負担、国債増発というかたちで転嫁されているのだと説明されている。平たくいえば、銀行等の余剰資金の運用先を将来の税収で確保しているということになるだろうか。

そうした見方があるとするれば、国債以外の運用先はないのであろうか。株については、そもそも持ち合い解消のための金融機関の株売りが相場の足を引っ張っているという状況で、既に日本経済の先行きを懸念して、外資をはじめ資金が逃げ出し始めている。では、不動産はどうであろうか。たしかに土地神話の裏返しで不動産価格の先行きには不安があるが、二極化という最近の動向は、投資対象となるような地域、物件も出てきているということではないだろうか。更に、不動産投資ファンドはメディアムリスク、メディアムインカムを標榜しており、リスクフリーとはいえ超低金利の国債を大量に抱えて暴落の危険性におびえるよりははるかにましなのではないだろうか。にも拘わらずそうした運用が実現しないのは、余剰資金を飲み込めるほどの規模にファンドがなかなか成長できないという受け皿側の制約やかつての大火傷の記憶が払拭できないという投資側の心理面の制約もあるが、やはり、不動産価格の動向やファンド商品のリスク等に関する情報が投資方針の決定に影響を及ぼすほど十分には提供されていないからではないだろうか。いわゆる量的緩和や調整インフレ論に対する反論もベースマネーがマネーサプライにつながらない、供給される資金が資産等に投資されないというところにあるようだ。逆にいえば、そうしたネックの解消が土地市場の活性化や資産デフレ対策の前提条件となるのであろう。